

# Ut mot Oljefond-kritikere

Finansprofessor Bernt Arne Ødegaard ved Universitetet i Stavanger mener kritikerne av Oljefondets aksjeveddemål er altfor «bastante».

## OLJEFONDET

Åshild Langved  
Oslo

- Det er merkelig å trekke en så bastant konklusjon, sier Bernt Arne Ødegaard, professor i finans ved Universitetet i Stavanger.

DN skrev forrige uke at finansprofessor Richard Priestley ved Handelshøyskolen BI og Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning, ikke tror Oljefondet oppgir riktig tall for aksjeforvaltningen.

- Påstanden om at tallene fra Oljefondet er manipulert, fordi de to ikke får det samme svaret, er å trekke det for langt, sier Ødegaard.

Ødegaard understreker at han ikke har studert Oljefondets tall, men analysert jobben til de to finanseksperter. Han er ekspert på empirisk finans, og har en bistilling som professor ved Norges Handelshøyskole (NHH). I perioden 1997 til 2013 jobbet han i Norges Banks forskningsavdeling.

### - Overdrevet estimatet

Hoddevik og Priestley mener fortsatt at NBIM (Norges Bank Investment Management), som forvalter Oljefondet, ikke har gitt et korrekt bilde av hvor godt fondet gjør det.

- Analysen kunne vært gjort på mange måter. Vi har for det første tatt den betydelige jobben med å produsere og fremlegge offentlige data, noe NBIM burde gjort for lenge siden. Når det gjelder presentasjon av resultater har vi lagt oss på NBIMs format, for å lage sammenlignbare estimater. Vi viser da at NBIM later til å ha overdrevet estimatet på alfa betydelig, for alle perioder, skriver de to i en epost (se undersak).

Alfa viser til en ekstraavkastning uten å ta mer risiko. Dersom en forvalter klarer å få ekstraavkastning uten å utsette fondet for større risiko, er det stjerne i boken, fordi jo større risiko, desto høyere forventet avkastning.

Oljefondet mener aksjeplukkingen bidrar positivt justert for risiko, mens analysen fra Priestley og Hoddevik viser det motsatte.

Oljefondet plukker ut aksjer det tror vil gjøre det bedre enn referanseindeksen, som er en detaljert handleliste med aksjer fra Finansdepartementet.

### Ingen sannhet

- Det finnes ikke bare én måte å beregne avkastningen på, eller en



Bernt Arne Ødegaard, professor i finans ved Universitetet i Stavanger, advarer mot å trekke bastante konklusjoner om Oljefondet.  
Foto: Thomas Alf Larsen

sannhet. Sterke konklusjoner basert på en analyse, er da kanskje ikke alltid lurt, sier Ødegaard.

**- Er ikke denne argumentasjonen også relevant for Oljefondet, som avviser andre fremstillinger av tallene?**

- Jo, Oljefondet bør være mer åpne på at det går an å gjøre forskjellige analyser, svarer Ødegaard.

Samtidig berømmer han sin tidligere kollega på BI og Hoddevik for å gå fondet etter i sømene.

- Jobben Priestley og Hoddevik har gjort, er prisverdig og verdifull. Det viser at det er mulig å analysere fondet. Man ønsker jo å ha en forståelse av hva fondet driver med, sier Ødegaard.

Han er også enig med de to at risikofaktoren «momentum» burde vært med i Oljefondets beregninger. Det er en strategi hvor forvalteren satser på aksjer som har steget i flere måneder.

- Det er standard praksis i denne type analyser, og skulle vært med, sier Ødegaard.

Risikosjef Dag Huse i Oljefondet mener analysen til Priestley og Hoddevik gir en «feilaktig fremstilling». Han gikk på nytt ut mot de to ekspertene i en kronikk i DN på lørdag.

«Det er ikke grunnlag for å hevde at Oljefondets aksjeforvaltning har vært «verdiødeleggende.»

ashild.langved@dn.no

Les også kronikken  
Side 22

## Avviser feil i analysen

**Oslo:** Richard Priestley, finansprofessor ved Handelshøyskolen BI og Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning svarer følgende på kritikken fra professor Bernt Arne Ødegaard i dagens kronikk:

«Brutto alfa for hele perioden er ikke signifikant positiv. Det betyr at det er rimelig å anta at etter fradrag for kostnader og inntekter fra verdipapirutlån er verdiskapingen negativ.

Når vi eksempelvis benytter minus 0,2 prosent er det basert på prestasjonen i nyere tid, som er den viktigste i kroner og øre

for det norske folk. Derfor knytter vi også tallet til den nåværende formuesverdien.

Ødegaard later til å glemme at NBIMs (Norges Bank Investment Management) prestasjon de siste fem årene er langt viktigere for det norske folk enn fondets prestasjon de første fem. Fondet er nå 10-20 ganger større. Store fond har større problemer med å generere alfa enn små fond, noe våre tall bekrefter.

NBIMs mandat forandret seg over tid. Både aksjeandelen og rammene for spekulative posisjoner er økt de senere årene.

Dette fordrer vektlegging av nye observasjoner, med mindre man vil ende opp med en investeringsstrategi som genererer vedvarende tap, men som ikke synliggjøres på grunn av store positive enkeltbidrag da fondet var lite.

Det er viktig å inkludere 2014, fordi dette var et av årene der NBIMs faktorrvidning av fondet slo uheldig ut. NBIM selger systematisk eksponering mot sjeldne og dyre hendelser. Det betaler seg i de fleste år, men straffer seg en sjelden gang. Tar man ikke med slike år, skummer man fløten.»

### Dette er saken

- Oljefondet har fått kritikk for selektiv rapportering av forvalterprestasjonen.
- Fondet svarte med en rapport med relevante nøkkeltall.
- Finansdepartementet krevde at fondet rapporterer hva som er bidraget fra valg av verdipapirer, herunder aksjer, til fondets meravkastning.
- Oljefondet svarte med å oppgi «tulletall», før det kom med en ny analyse.

### Oljefondet

- Statens pensjonsfond utland, Oljefondet, er på rundt 7000 milliarder kroner, fordelt på aksjer, renter og eiendom.
- Aksjeporteføljen er på rundt 60 prosent av fondet, cirka 4400 milliarder kroner per første kvartal.
- Denne porteføljen har en årlig avkastning i snitt som er 0,51 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen siden oppstart, før kostnader.



## Konkursåpninger

Kunngjorte nye konkursåpninger ved Brønnøysundregistrene, alfabetisk etter stedsnavn.

Sted	Firma	Org.-nr.	Bransje	Bostyrer
Alta	En Offshore as	896 124 412	Forsyning og sjøtransporttjenester for offshore	adv. Håkon Helsvig
Bergen	Bergen Tattoo as	914 003 172	Personlig tjenesteyting	adv. Ådne Laastad
Bergen	Garant Alnabru as	914 150 566	Engroshandel med trelast	adv. Ådne Laastad
Bergen	Stiftelsen Norsk Sjømatsenter	980 133 648	Annen undervisning	adv. Willy Dalheim
Bodø	Dak-tjenester as	999 667 570	Arkitekttjenester vedrørende byggverk	adv. Frank Ove Kvalvik
Bodø	Nor Vvs as	861 709 442	Agenturhandel med spesialisert vareutvalg	adv. Frank Ove Kvalvik
Bodø	Ole J. Dalen Holding as	998 015 790	Utleie av egen eller leid fast eiendom	adv. Frank Ove Kvalvik
Bodø	Åsgard as	999 312 179	Frisering og annen skjønnhetspleie	adv. Frank Ove Kvalvik
Dokka	San Marino Pizza Dokka as	912 118 207	Drift av gatekjøkken	adv. Erik Christoffer Heen
Drammen	Bs Bilsenter as	913 939 077	Vedlikehold og reparasjon av motorvogner, u. mc	adv. Erik Blaauw Evensen
Drammen	Capella Pacific Trading as	999 574 564	Engroshandel med møbler	adv. Øistein Rivrud
Fauske	El I Nor as	998 508 185	Produksjon av dampkjeler	adv. Frank Ove Kvalvik
Finnsnes	Finnsnes Bowlingsenter as	983 179 614	Drift av idrettsanlegg	adv. Oddvar V. Eriksen
Fredrikstad	Lille Asia as	914 219 485	Drift av restauranter og kafeer	adv. Hans Thomas Revhaug
Frekhaug	Simped as	912 091 058	Annen teknisk konsulentvirksomhet	adv. Gunnar A. Haahjem
Gressvik	Fredrikstad Bygg as	899 274 342	Oppføring av bygninger	adv. Hans Thomas Revhaug
Gressvik	Jng Eiendom as	999 147 917	Utleie og leasing av bygge- og anleggsmaskiner	adv. Hans Thomas Revhaug
Gryllefjord	Senjafestivalen as	911 917 459	Tjenester tilknyttet underholdningsvirksomhet	adv. Kjetil Rege
Hagan	Kerthan Bud Limited	992 835 915	Godstransport på vei	adv. Jostein Nordbø
Heimdal	S Lian Transport	985 656 622	Andre post- og budtjenester	adv. Kai Stephansen
Horten	Livsstil Norge as	982 929 342	Virksomhet knyttet til kroppsspleie og fysisk velvære	adv. Ole Tom Røed
Hurdal	Akershus Anlegg as	997 856 457	Grunnarbeid	adv. Jørund Lægland
Høvik	Dd Parkett Service as	913 752 120	Gulvlegging og tapetsering	adv. Kjell Dagestad
Jakobsli	Fotballutdanning Trøndelag as	911 760 630	Undervisning innen idrett og rekreasjon	adv. Nils Håkon Risberg
Jessheim	Jessheimnett as	999 535 186	Kabelbasert telekommunikasjon	adv. Jørund Lægland
Klæbu	Anleggsledelse as	912 592 340	Annen spesialisert bygge- og anleggsvirksomhet	adv. Terje Lium
Klæbu	Tf Maskin as	894 724 072	Rørlegger- og ventilasjonsarbeid	adv. Ronald Eriksen Brevik
Kopervik	Hovedgaten Invest as	898 155 242	Skipsmegling	adv. Lise Margrethe Ø. Waage
Kopervik	Kaien Tl Invest as	998 155 266	Uoppgitt	adv. Lise Margrethe Ø. Waage
Kristiansand	Fabelaktig as	997 317 106	Butikkhandel med innredningsartikler	adv. Øyvind Sund
Kragerø	Dennerlights as	912 180 719	Industridesign og produktdesign	adv. Hans Thomas Revhaug
Lysaker	Den Gode Nabo - House Management as	989 432 192	Vaktmestertjenester	adv. Kim Friis-Møller
Moelv	Rail Tjenester as	898 668 932	Private vaktjenester	adv. Lise Anette M. Aasterud
Moldjord	Arctic Outdoor as	996 987 361	Guider og reiseledere	adv. Frank Ove Kvalvik
Moss	A M G Trafikkskole as	998 596 726	Trafikkskoleundervisning	adv. Bente Strømsæther
Moss	Tl Partner as	911 709 090	Godstransport på vei	adv. Bente Strømsæther
Mosterøy	Mediakaren as	911 914 239	Produksjon og utgivelse av musikk- og lydopptak	adv. Leif Inge Håland
Nøtterøy	Hellagården Restaurant as	889 512 172	Drift av restauranter og kafeer	adv. Olav Andreas Stake
Oslo	Coffeshop Caglar as	912 648 397	Butikkhandel med kaffe og te	adv. Stine Snertingdalen
Oslo	Eksklusive Bygg as	913 267 583	Oppføring av bygninger	adv. Jacob S. Bjønness-Jacobsen
Oslo	Galleri Hegtveit	914 097 983	Butikkhandel	adv. Geir Langhelle
Oslo	Hermes Headhunting as	891 787 162	Rekruttering og formidling av arbeidskraft	adv. Morten Haugen
Oslo	Hotel Oslo Drift as	998 905 192	Drift av overnattingssted med restaurant	adv. Niels R. Kiær
Oslo	Pbmedia.no as	998 497 477	Reklamebyråer	adv. Niels R. Kiær
Oslo	Pr Montasje v/ Piotr Raciniewski	991 393 404	Oppføring av bygninger	adv. Jacob S. Bjønness-Jacobsen
Oslo	Søt Konditori & Cafe Ali v/ Hassan Majidi	898 211 312	Drift av restauranter og kafeer	adv. Stine Snertingdalen
Oslo	Thoa Negledesign Thoa Thi Nguyen	997 195 809	Frisering og annen skjønnhetspleie	adv. Stine Snertingdalen
Porsgrunn	Bygg De Luxe as	999 020 240	Oppføring av bygninger	adv. Bjørn Erik Serkland
Sande i Vestfold	Ugulen as	913 245 261	Oppføring av bygninger	adv. Erik Blaauw Evensen
Skien	Freeze-it as	898 700 712	Detaljhandel utenom utsalgssted	adv. Bjørn Dyrland
Sola	Dittoppdrag as	811 652 792	Drift av web-portaler	adv. Odd Jo Forsell
Spikkestad	Drammen Bud & Vare as	998 657 776	Andre post- og budtjenester	adv. Martin Smith
Stavanger	Acendo as	967 423 238	Overflatebehandling av metaller	adv. Odd Jo Forsell
Stavanger	Alethia as	999 292 747	Utvikling og salg av egen fast eiendom	adv. Erik Årstad
Stavanger	Gabes Orange Circle Tattoo as	911 881 608	Personlig tjenesteyting	adv. Erik Årstad
Stavanger	Geodes as	912 045 277	Annen teknisk konsulentvirksomhet	adv. Odd Jo Forsell
Stavanger	Immobiliare as	964 954 011	Kjøp og salg av egen fast eiendom	adv. Magnus Jonsbråten
Stavanger	Interaktiv Media as	911 626 748	Programmeringstjenester	adv. Odd Jo Forsell
Stavanger	Leekseek Norge as	981 915 283	Annen teknisk konsulentvirksomhet	adv. Odd Jo Forsell
Stavanger	Parveny Eiendom as	874 365 122	Eiendomsmegling	adv. Magnus Jonsbråten
Stavanger	Quaestor as	931 881 558	Kjøp og salg av egen fast eiendom	adv. Magnus Jonsbråten
Stavanger	South Western Offshore as	999 032 370	Utleie av arbeidskraft	adv. Erik Årstad
Steinkjer	Autoret as	911 583 755	Detaljhandel med biler og lette motorvogner, u. mc	adv. Tanja Benum Henderson
Steinkjer	Baron as	812 228 862	Drift av puber	adv. Tanja Benum Henderson
Steinkjer	Gastro Norge as	998 559 685	Engroshandel med bredt utvalg	adv. Kjell Horseng
Steinkjer	Tomo Holding as	992 412 186	Uoppgitt	adv. Kjell Horseng
Stokke	Nsh Services as	998 992 931	Utleie av arbeidskraft	adv. Olav Andreas Stake
Storebø	Storebø Mat as	998 475 937	Butikkhandel med bredt vareutvalg	adv. Jan H. Rasmussen
Sørreisa	Håvard Eriksen Maskin	999 555 225	Grunnarbeid	adv. Oddvar V. Eriksen
Tolvsrød	Cut By as	999 189 768	Frisering og annen skjønnhetspleie	adv. Olav Andreas Stake
Torød	Doognad Records as	999 002 984	Produksjon og utgivelse av musikk- og lydopptak	adv. Olav Andreas Stake
Tranby	Panorama Messeproduksjon as	996 096 566	Annen industriproduksjon	adv. Lene Langseth
Trondheim	Dad Group as	898 799 492	Vedlikehold og reparasjon av motorvogner, u. mc	adv. Nils Håkon Risberg
Trondheim	Heritage as	998 699 886	Utleie av videofilm, dvd og lignende	adv. Kjersti Risem-Johansen
Trondheim	Ila Resaurant as	998 021 030	Drift av restauranter og kafeer	adv. Ronald Eriksen Brevik
Trondheim	Meglerhuset Nord as	912 544 796	Tjenester tilknyttet forsikringsvirks. og pensj.kasser	adv. Ståle Spjøtvold
Tysseidal	Fotograf Øygarden as	885 501 702	Fotografvirksomhet	adv. Johannes Romstad
Tønsberg	Unique Nor as	912 701 794	Butikkhandel med klær	adv. Rune Frank Andersen
Undrumsdal	Norsk Industrilakering as	957 453 589	Overflatebehandling av metaller	adv. Kai Frobøse Moss
Vadsø	Mathisen Thor Ivar	981 988 469	Oppføring av bygninger	adv. Vidar Zahl Arntzen
Vestfossen	Rj Varetransport Da	992 801 980	Godstransport på vei	adv. Martin Wøien Gilhuus
Vestfossen	Ruud Varetransport	883 430 492	Godstransport på vei	adv. Martin Wøien Gilhuus
Øksfjord	Øksfjord Butikkdrift as	911 703 572	Kioskhandel med bredt vareutvalg	adv. Håkon Helsvig

2015 DN grafikk/Kilde: Brønnøysundregistrene

# Ville ikke risikere ryktet

Ringnes vraket avtalen om ølsalg med Mohsen Gargari fordi bryggeriet fryktet for ryktet sitt. Nå risikerer Ringnes å måtte betale millionerstatning.

## UTELIV

### Mads Kvernen Kleppe Oslo

- Jeg fikk helt sjokk. Verden raste for meg, sa restauranteier Mohsen Gargari (47) i Oslo tingrett i slutten av forrige uke.

Der krangler Gargari og Norges største bryggeri Ringnes om avtalen og millionerstatning etter at samarbeidet ble avsluttet fra Ringnes' side.

I april ifjor kjøpte restauranteier Mohsen Gargari fra Holmestrand seg inn i Oslo Bar Konsept, et selskap som var mellommann og formidlet øl og andre drikkevarer fra Ringnes til utsteder i hovedstaden. Gargari hadde betalt tre millioner kroner for 40 prosent av aksjene. En måned senere leste en sjokkert Gargari på tekst-tv at Økokrim og skattemyndighetene hadde gått til razzia og pågrepet flere personer tilknyttet Oslo Bar Konsept og en daværende Ringnes-ansatt. Disse ble mistenkt for korrupsjon.

- Det skulle vise seg ikke å være en særlig god investering, sa Gargaris prosessfullmektig Joar Heide om Gargaris aksjekjøp.

### «Snakkis blant kundene»

Saken mot den Ringnes-ansatte er siden henlagt, og bryggeriet avsluttet ifjor samarbeidsavtalen med Oslo Bar Konsept.

- Razziaen medførte veldig dårlig publisitet for oss, og dette ble en snakkis blant kundene våre i Oslo. Ringnes valgte å avslutte samarbeidet fordi det var veldig skadelig for oss, og vi var redd for vårt rykte, sa regionsjef for uteliv i Oslo i Ringnes Knut Terje Førre i retten.

Ringnes ønsket imidlertid å inngå en ny samarbeidsavtale med Gargaris Norsk Bar og Restaurant Partner as. Førre fikk solide referanser på Mohsen Gargari og «hadde en god magefølelse», fortalte han under sitt vitnemål. Foiler med avtalevilkår ble signert i august ifjor, og Gargari la opp til et

## I retten

**Partene:** Advokat Andreas Stang Lund i Hjort er prosessfullmektig for Ringnes, som også stilte med konsernadvokat Gunnar Flønes i retten. Advokat Joar Heide i Ræder representerte Norsk Bar og Restaurant Partner (NBRP) og eieren Mohsen Gargari.

**Saken:** Restauranteier Mohsen Gargari har saksøkt Ringnes med krav om erstatning etter at avtalen om salg av øl og andre drikkevarer ble avsluttet.

**Berømmet:** I Oslo tingrett torsdag 25. juni og fredag 26. juni.



Mistet avtalen med Ringnes. - Jeg fikk helt sjokk, sa Mohsen Gargari i Oslo tingrett.

ølsalg på to millioner liter og en årlig bonusutbetaling på 7,5 millioner kroner over den femårige avtaleperioden. Tilsammen kunne selskapet hans tjene 32,5 millioner på å være mellommann for Ringnes.

### 150.000 glass fra Kina

I slutten av november ifjor kom imidlertid Ringnes på andre tanker, og varslet at de ville ut avtalen med seks måneders oppsigelsestid. Mohsen Gargari hevder femårsavtalen er uoppsigelig, og krever erstatning og sluttvederlag.

- Jeg bestilte egne glass i Kina som skulle ha merkene Frydenlund og Ringnes, 150.000 glass. Hva skal jeg med det hvis jeg ikke hadde en femårsavtale, hva skal jeg med så mange glass, sa Gargari i tingretten.

Ringnes hevder det ikke foreligger noe avtalebrudd fra bryggeriets side, og at avtalen var oppsigelig med seks måneders skriftlig varsel. Regionsjef for uteliv i Oslo i Ringnes Knut Terje Førre forklarte at han ville samarbeide med Mohsen Gargari, men måtte akseptere at andre hørte opp i Ringnes hadde bestemt seg for å avslutte avtalen. Årsaken Førre oppga i retten var mistanke om «en relasjon» mellom Gargari og en kjent 53-årig utelivsaktør som er siktet etter politirazziaen ifjor.

mads.kleppe@dn.no

# Debatt

debatt@dn.no

## Verdiødeleggende forvaltning?

Aksjeforvaltningen i Oljefondet har skapt verdier. Det har faktisk Halvor Hoddevik og Richard Priestley vist.

**H**alvor Hoddevik og Richard Priestley hadde i DN 22. juni en kronikk hvor de kom med svært sterke konklusjoner basert på deres analyse av Oljefondets aksjeportefølje. Deres påstand er at deres analyse bruker en «velkjent og allment akseptert metode for prestasjonsmåling», og at denne klart viser at forvaltningen er «verdiødeleggende». De uttaler at det er behov for analyser fra «folk man kan feste lit til», som man vel må tolke slik at Hoddevik og Priestley mener at deres analyse kan tas som sannhet.

Når man kommer med slike bastante uttalelser, må man være forberedt på at analysen blir gått etter i sømmene av andre. Jeg har derfor tatt for meg Hoddevik og Priestleys analyse og sett om den holder faglig mål. Dessverre har jeg funnet en del problemer med analysen. Det går dels på måten man velger å presentere resultatene på, som virker noe selektiv, og dels på måten man regner gjennomsnittlig avkastning på, som er direkte feil.

Jeg er enig med Hoddevik og Priestley i at deres utgangspunkt er en standard metode for denne typen analyser: estimering av meravkastning gjennom en regresjon av fondets portefølje på et sett av risikofaktorer. Jeg vil heller ikke diskutere de forutsetningene som er gjort og de dataene som er brukt. Alt jeg gjør er å ta deres data, som jeg henter fra nettsiden de har angitt (rann.no) og se på litt andre måter å presentere dataene på.

Data som brukes i analysen, er månedlige avkastninger i perioden 1998-2014. Den naturlige måten å spørre om det er meravkastning over en lang horisont ville være å analysere hele datamengden og estimere ett mål for meravkastning over hele perioden. Det er ikke det som gjøres. I stedet gjør man en fiffig illustrasjon hvor man arbeider seg bakover i tid.

Man starter med data for 2014. Ut ifra disse 12 månedlige observasjonene finner man et estimat på alfa, sammen med de andre tre koeffisientene, og får et negativt alfa estimat, rundt  $-0,06$ . Så tar man for seg to år, 2013-2014, og beregner alfa fra disse 24 observasjonene og så videre

Man arbeider seg hele tiden

**Innlegg**  
**Bernt Arne**  
**Ødegaard**



DN 22.juni

bakover i tid. I statistisk terminologi kalles dette en rekursiv metode. Merk at man hele tiden har med seg data fra 2014 - som tilfeldigvis var året hvor fondet endte opp med et kraftig negativt alfaestimert. Det er denne metoden som ligger bak figuren i DN artikkelen.

Det som ikke nevnes, er at dette ikke er den mest vanlige metoden å gjøre en slik illustrasjon på. Det mer vanlige er et glidende gjennomsnitt, hvor man gjør estimatet for et spesifisert «tidsvindu» som flyttes gjennom perioden. Hvis man skal gjøre en rekursiv illustrasjon er det mer vanlig å starte fra begynnelsen av perioden og legge til nye observasjoner etterhvert.

Jeg har gjort disse to alternativene og viser hvordan bildet ville se ut med disse, sammenlignet med bildet den rekursive spesifikasjonen som Hoddevik og Priestley valgte å illustrere (merk at dette er tall før kostnaden på  $0,19$  prosent).

Det slående er at den metoden som Hoddevik og Priestley har



Artikkelforfatteren mener Halvor Hoddevik og Richard Priestleys kronikk om deres analyse av aksjeforvaltningen i Oljefondet, her ved Yngve Slyngstad, presenterer resultatene noe selektivt, og at måten å regne gjennomsnittlig avkastning på er direkte feil. Foto: Mikaela Berg

valgt er den som konsekvent har lavest alfaestimert (bortsett fra når man bruker data for kun 1998, som vel mer illustrerer problemene med estimering når man kun har 11 observasjoner).

La meg så gå over til å diskutere hva jeg mener er en grov feil i hvordan konklusjonen om et netto årlig tap dukker opp. Såvidt jeg kan bedømme er det som er gjort å regne gjennomsnittet av de 17 estimatene av alfa, som altså er rekursive: Først data for 2014, deretter data for 2013-2014, 2012-2014, og så videre. Å ta dette snittet er direkte feil. Det ser man enklest ved bare å telle opp antall ganger hvert år dukker opp i det endelige snittet. Man bruker data for 17 år, så man bruker altså tallene for 2014 17 ganger, for 2013 16 ganger, osv.

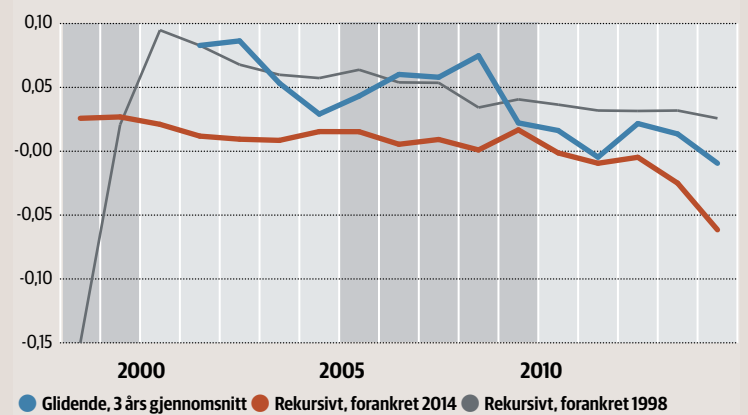
Hvis man absolutt skal ta snitt over år, ville en mer korrekt metode vært å beregne alfa for hvert år separat, i stedet for det rekursive snittet. Hvis man hadde gjort det, ville man ha estimert en gjennomsnittlig alfa på  $0,034$ , i stedet for et estimat på  $0,0038$ , som man får ved å ta snittet ved Hoddevik og Priestley sin metode.

Men å ta slike snitt er helt unødvendig. Den statistisk optimale metoden for å beregne alfa for disse 17 årene er å bruke data for hele perioden.

Dette har faktisk Hoddevik og

### Går i pluss

Anslag på meravkastningen i Oljefondet, tre ulike metoder for beregning av gjennomsnitt. Prosentpoeng.



#### Alfa

Alfa er betegnelsen på et estimat for meravkastning. Det er forskjellen mellom i dette tilfellet NBIMs portefølje og en «tenkt» portefølje med optimale vektorer i de forskjellige risikofaktorene. Alfa estimatene som vises her tar ikke hensyn til kostnader.

#### Rekursivt gjennomsnitt

Et rekursivt gjennomsnitt tar gjennomsnittet over en lengre og lengre tidsperiode. Hvis det er forankret i 1998, betyr det at man tar gjennomsnittet først for bare 1998, deretter for periodene 1998-1999, 1998-2000, osv. Dette i motsetning til et glidende gjennomsnitt, hvor man tar gjennomsnittet for en fast periode. I illustrasjonen er det brukt tre års glidende gjennomsnitt. Da regner man først gjennomsnitt for perioden 1998-2000, deretter for 1999-2001, osv.

2015 DN grafikk / Kilde: Ødegaard/Rann.no

Priestley gjort. Det er beregningen som er gjort for «siste 17 år», helt til venstre i deres figur. Dette er det langsiktige estimatet på fondets meravkastning, og ifølge Hoddevik og Priestley er det altså positivt.

Fondets aksjeportefølje har faktisk skapt verdier til «sykehus, pensjoner, skole og annet» ...

**Bernt Arne Ødegaard**, professor i finans ved Universitetet i Stavanger